



TITLE:

# 我が国の資産担保証券市場の現状 と今後の展望

AUTHOR(S):

舟橋, 悠紀

---

CITATION:

舟橋, 悠紀. 我が国の資産担保証券市場の現状と今後の展望. 岩本ゼミナ  
ール機関誌 2002, 6: 58-72

ISSUE DATE:

2002-03-25

URL:

<http://hdl.handle.net/2433/56904>

RIGHT:

# 我が国の資産担保証券市場の現状と今後の展望

舟橋 悠紀

- 
- 0 はじめに
  - I 資産担保証券の特徴
    - (1) 資産担保証券とは
    - (2) 証券化のスキーム
    - (3) 主な証券化対象資産と商品区分
    - (4) 証券化によるメリットと投資リスク
  - II 資産担保証券市場の発達と現状
    - (1) 資産担保証券市場の発達
    - (2) 市場の商品構成と参加者
  - III 資産担保証券の制度上の問題点
    - (1) 倒産隔離
    - (2) 情報開示
    - (3) 時価評価
  - IV 我が国の資産担保証券市場の今後の展望
    - (1) 我が国の証券化市場を突き動かす要因
    - (2) 金融機関と公共セクターの動向
  - V おわりに
-

## はじめに

近年、我が国においては、企業の保有資産を活用した資金調達手段の多様化や、資産のオフバランス化によるバランスシートのスリム化と財務体質の強化、また、銀行にとっての国際決済銀行(BIS)の自己資本比率規制対策などを目的として、資産担保証券(ABS)などの流動化・証券化(セキュライゼーション)の手法が広く活用されるようになってきている。また、金融技術としても、資産流動化・証券化、またはその上位概念ともいえるストラクチャード・ファイナンス(仕組み金融)は、最先端分野のひとつとして様々な手法が次々と生み出されている。

資産担保証券市場規模、参加者も順調に拡大を続けており、資産流動化・証券化残高は、自動車ローン債権やリース料債権を裏付けとするABS、商業用不動産ローン担保証券(CMBS)、銀行の貸出債権流動化等を中心に、合計20兆円以上まで拡大し、米国、EUに次ぐ世界第3位の規模を誇っている。

しかしながら、我が国の資産担保証券市場が導入されたのは、ほんの数年前にすぎないこともあり、「日本版ビッグバン」に向けた資産流動化の促進や、当面の不良債権問題への対応という政策的要請を受けて、法制・会計面等での各種のインフラ整備は着実に進展してきているとはいえ、いまだ十分とはいえず、急速な市場拡大の中で様々な問題が顕在化している。とりわけインフラ整備の対象が「債券の供給側」に偏ってきたため、投資家保護の面では課題が多く存在する。最近の事例ではマイカルのABSが国内公募初のデフォルトを起こした。

このように、我が国における資産流動化・証券化は、現在、市場規模・参加者層の厚み等の面で急速に発展しつつあり、また、制度面・実務面でも、新たな段階を迎えているといえる。そこで、まず、①資産担保証券の特徴をとらえた後、②我が国の資産担保証市場の現状と問題点を最近のABSのデフォルトやオリジネーターの破綻事例を通して明らかにした上で③求められるインフラ整備と今後の市場の展望をとくに不良債権問題処理との関連で述べることにする。

## I、資産担保証券の特徴

### (1) 資産担保証券(Asset Backed Securities、ABS)とは

原債権者(オリジネーターと呼ばれる。原債権の回収にあたるサービス者を兼ねることが多い)から、仕組み上の媒体であるSPC(Special Purpose Company、特別目的会社)等のSPV(Special Purpose Vehicle)が、多数の債権等の資産を譲り受け、それらの資産からのキャッシュフローを裏付けとして発行する証券(社債・CP<コマーシャル・ペーパー>)であり、証券化商品の典型的形態となっている。

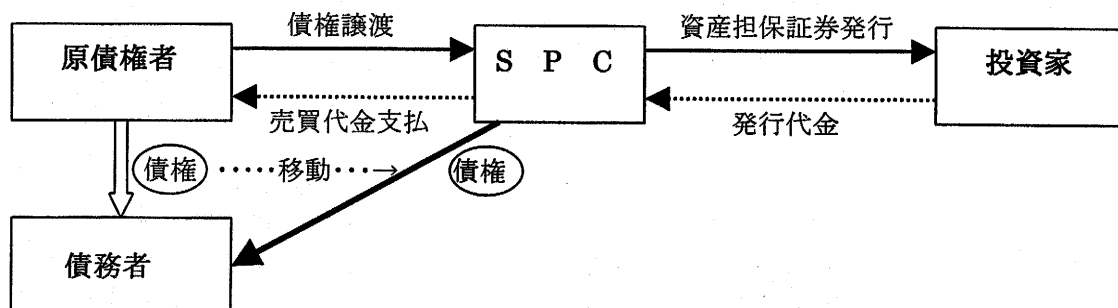
なお、本文中ABSは、住宅担保債券や商業用不動産担保債券等を含む広義のABSである。

## (2) 証券化のスキーム

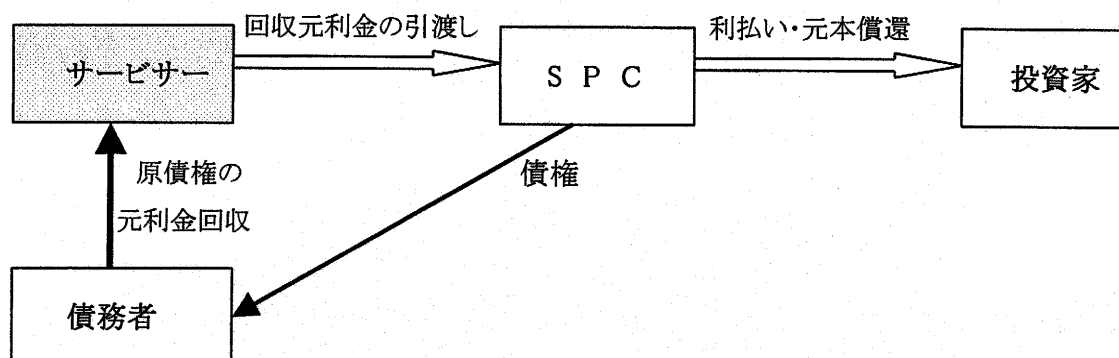
流動化、証券化の手順は、①原債権者(オリジネーター)の有する特定資産を特別目的会社(SPV)へ譲渡する、②SPVがそれを裏付けに有価証券＝資産担保債券を発行し、証券会社等を通じ一般投資家へ販売する、③特定資産からの元利金をサービサー(特定資産の管理・元金回収業者)が回収し、これをもとにSPCが利払い・元本償還を行う、という一連の取引によって構成される。資産担保債券は本スキームによる資産流動化の中核に位置する証券である。

資産証券化商品は、その投資者への弁済原資を譲渡資産である特定債権等からのキャッシュフローに依存しており、その資産の信用力を担保として資本市場から資金を調達する。資産の譲渡人である特定事業者(リース・クレジット会社等)の信用リスクからは基本的には切り離されているとともに、多数の資産をプールすることによって、個々の資産のリスクの分散化を図ることができるという特性を有している。

### 《資産担保証券発行時》



### 《約定履行》



この基本的スキームに加えて、通常は主に次の機関が関わって証券化がなされる。

資産精査会社: 不動産等対象資産の価値、将来性、キャッシュフローの確実性等を精査する。

アレンジャー：証券化の推進者。スキームを作り、各専門家、金融仲介者の間をとりもつ。

信用補完機関：投資家への元利、SPV のキャッシュフロー等を、主に高格付企業が保証することにより ABS の信用力を高める外部信用補完と、エクイティ投資をすることによる債務の Loan to Value を下げる内部信用補完がある。

格付機関：SPV 発行の ABS を主に利払いや償還の確実性、デフォルト率から格付ける。

### (3) 主な証券化対象資産と商品区分

リース・クレジット・割賦債権、カードローン債権、住宅ローン債権、一般貸付債権、売掛債権、入居保証金返還請求権、不動産、知的所有権、保証債権

(\*)証券化の基礎的用件

- ・標準化された契約、返済パターンが明確でキャッシュフローが予測可能
- ・譲渡に伴うリスクの評価が可能
- ・過去の実績についてのデータベースが存在
- ・平均満期が1年以上
- ・返済遅延率、不履行率が低い
- ・ローンの返済確実性が高い
- ・流動性が高い

市場での商品区分は主に次のとおりである。

- ・資産担保証券(狭義)(ABS)・・・自動車ローン債権やリース料債権を裏付けとする
- ・商業用不動産ローン担保証券(CMBS) — 多くの正常債権プールを裏付けとする  
— 不良債権プールを裏付けとする
- ・ローン担保/債券担保証券(CLO/CBO)
- ・無担保消費者ローンの証券化商品
- ・住宅ローン担保証券(RMBS)
- ・資産担保コマーシャルペーパー(ABCP)

我が国の証券化商品の典型的な投資家は、銀行、投資顧問会社、生命保険会社、損害保険会社、事業法人、信託銀行、信用組合などである。

### (4) 資産の証券化によるメリット

#### (オリジネーターのメリット)

- ① 保有資産をオフバランス化するという財務リストラニーズに合致する。

国際会計基準のもとでは「保有資産を少なく、自己資金を使わず利益をあげる」キャッシュフロー重視の経営が求められ、従来の借入によるバランスシートの肥大化とは逆に、バランスシートのスリム化、財務のスリム化を図らねばならない。借入などで負債を増やしてレバレッジを効かせた経営は資産が目減りすると含み損が実質の損に評価されるときもあり、

かつてその「含み」に頼った不動産等が今では企業の重い足かせになっている。

証券化は、企業の資産サイドに注目した資金調達法であり、会計上対象資産をバランスシートからはずすことができる。財務体質の改善(ROA が向上)は、ゆくゆくは格付け向上、借入コスト軽減をもたらす。

② 資金調達者が低コスト資金調達が可能になる。

資金調達者となる企業の信用力が相対的に低い場合、短期借入をするよりも、例えば信用力の高い企業への売掛金を証券化してABSを発行したほうが、(債務者である企業に対する信用力に基づくのでより)低い利息が適用され、証券化にかかるコストを加えても低コストで資金を調達できる。

③ 「証券取引法上の有価証券」として流動化が図られることから市場性に優れるため、小口分散化し多くの投資家に販売し得る。

(投資家側のメリット)

① 普通社債では発行企業の合併・買収や企業業績の変化等により信用力が急変するリスクを被るが、資産担保証券はこうしたリスクの影響を受けにくい。

② 原保有者が直接発行する普通社債と比較し、民間格付機関の格付基準に従い技術的に作り込まれることからリスクの所在がより明確であり、投資リスクに対するリターンをより適切に評価することが可能となる。

③ 特定資産のリスクを組替えて、リスクとリターンの異なる数種の債券を同スキームの中で発行することも可能であり、投資家の多様なニーズに合致した投資対象が提供される。

④ 長期化する低金利環境下で運用難に苦しむ投資家にとって、資産担保証券は同格付けの社債等と比べて高い利回りが期待できる魅力的な投資対象となっている。一般的に同じ格付けの債券でも、普通企業社債よりもABS社債のほうが20bp前後高い利回りが得られるというデータがある。

⑤ 新たなリスクリターンの投資対象の出現であり、低リスクのものから高リスクまで多様である。リスクに見合った以上のリターンが可能であり、投資対象が拡大される。既存の資産と異なる(相関係数が小さい)ため分散投資効果を享受できる。

しかし、資産証券化商品は、このように商品安全性の面において有効な特性を有する一方、

次のような特有の投資リスクを内在している。

### 資産担保証券のリスク

#### (1) 譲渡資産からの資金回収リスク

債務者の倒産・支払延滞等により、個々の資産からの資金回収が困難になる事態が発生した場合に結果として投資家への弁済に支障を来すリスク。

#### (2) 対抗要件具備の有無によるリスク

特定債権等の譲渡に関して、第三者対抗要件が具備されていないと、特定債権等の譲渡人の特定事業者が破産等により、信用破綻に陥った場合に、その資産の譲渡を破産管財人等の第三者に対抗できず、結果として投資への弁済に支障を来すリスクがある。

#### (3) 担保のための債権譲渡とみなされるリスク

これは、債権の譲渡人が倒産という事態に陥った場合に、当該債権の譲渡が売買ではなく担保のための債権譲渡(譲渡担保、売渡担保)とみなされることで、当該債権の譲受人に対する債権者たる投資者への弁済に支障を来すというリスクのことで、一般に「真正売買の問題」と言われる。

その他、金融仲介者が存在することに起因して、特定債権等譲受業者の信用リスク、サービスの信用リスク等、仲介者のリスクも存在する。

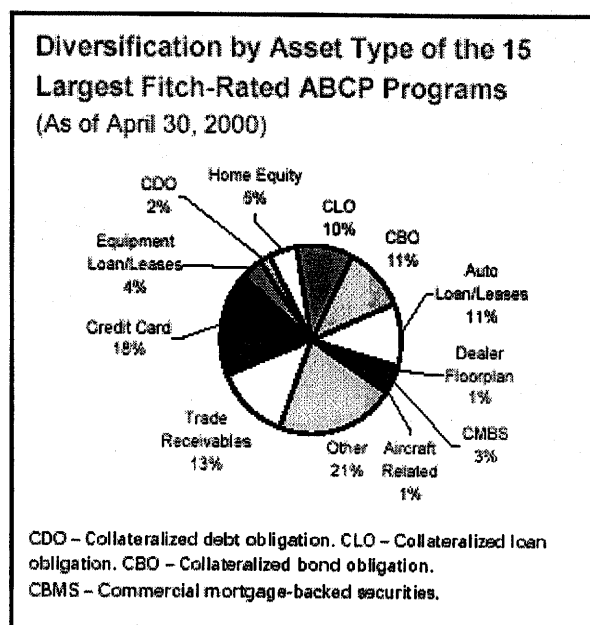
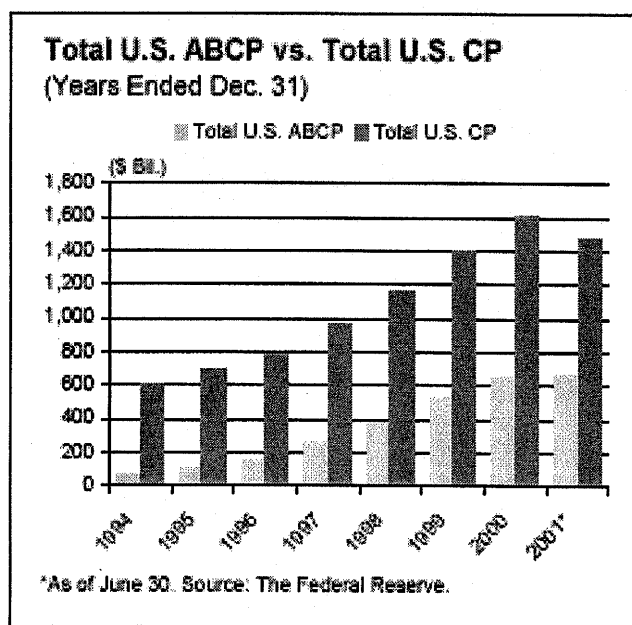
これらのリスクを回避するために様々な法整備が進められており、「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」、「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」、「債権管理回収業に関する特別措置法」が次々と制定され、その他関連規制とともに随時改正がなされている。

## Ⅱ．資産担保証券市場の発達と現状

### (1) 資産担保証券市場の発達

資産担保証券は85年に米国におけるコンピューター・リース債権を特定資産としたものを端緒とする。米国では70年に住宅用モーゲージを証券化した商品を皮切りに不動産関連の証券化商品が活発に取引されていたほか、次々に生み出される金融技術を利用した金融商品の取引が厚みを増していたことが、新しい資産証券化商品の発行拡大を可能にした。また、M&A等企業の買収・合併が多発する中、こうしたイベントリスクの影響を受けにくい資産担保証券の特性が投資家に好感されたことも、その急増を後押ししたと指摘されている。

米国における資産担保証券は、その後様々な特定資産を裏付けとするものに商品種類の幅を拡げつつ発行規模拡大を続けており、2001年12月末時点でのABCPの発行残高は6,000億ドル超(約73兆円)と普通社債の4割に達している。



我が国においては、金融機関による貸出債権を流動化するための制度として抵当証券、住宅抵当証券、住宅ローン債権信託が存在していたが、発行手続などの仕組みが煩雑で高コストだったこと、また、良質の個人向け資産である住宅ローンについては自己保有の誘因が強く、この制度の利用は少なかった。加えて銀行の「護送船団方式」で預金金利規制の撤廃が遅れたために、預金以外の資金調達源を求めようとする誘因が日本の銀行に欠けていた。運用面よりも調達面でしかれた金利の競争制限によって、銀行は安定的な利ざやを得ることができ、経営の余裕が確保された。個別金融機関の破綻を少なくし、各銀行はバランスシートを膨らませるだけで収益を拡大することができ、各企業の信用リスクを金融機関が吸収する形で、金融機関は資金仲介機能・資金決済機能・信用創造機能などの役割を果たしてきた。企業としても、メインバンク制で金融機関の信用を利用して低利な資金調達が可能という恩恵を受けて、大企業でさえも銀行借入主体のファイナンスを行ってきた。このため、資産流動化を可能とする法制面の整備の遅れもあって、90年代に入るまで資産流動化のニーズ自体盛上がりを欠いたまま推移し、資産担保債券市場は存在しなかった。

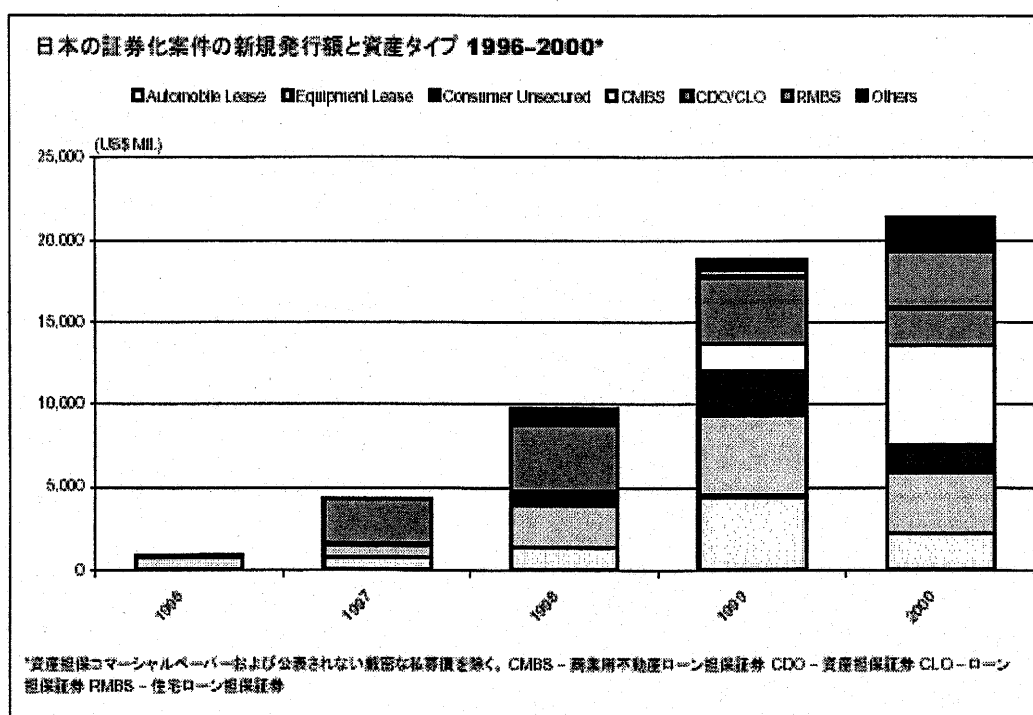


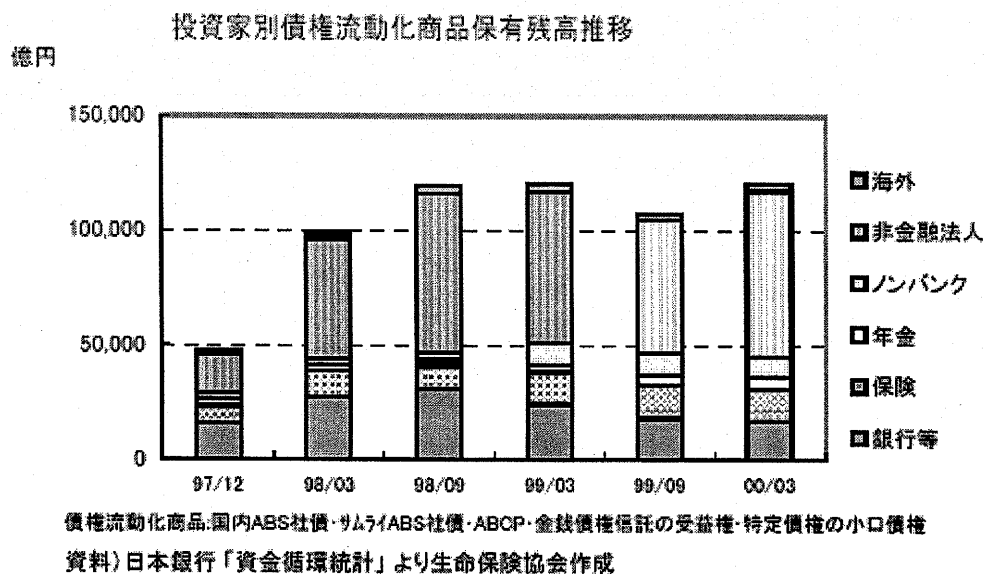
90年代に湧き起こったBIS規制等の自己資本比率規制や時価会計等の国際会計基準導入、さらに金融システムの混乱・危機は「含み経済」に過度に依存していた一般企業や金融機関に大きな打撃を与え、資本市場で資金調達ができるかどうか企業が金融機関の浮沈をにぎることになり、証券化がクローズアップされるようになった。

この間、90年3月には銀行等金融機関の一般貸付債権の流動化が解禁され、93年6月から施行された「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」(以下「特債法」)が資産譲渡に際しての第三者対抗要件具備の一環として「公告制度」の導入を認めたことから、リース料債権・クレジット債権の流動化が急速に進み始めた。資産担保証券の発行が可能となったのは、96年。その後、97年に金融制度調査会答申で資産担保証券による債権等の流動化が新しい金融仲介手法として今後発展が期待される分野と位置付けられたのを受け、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」、「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」、「債権管理回収業に関する特別措置法」が次々と制定された。

## (2) 我が国の資産担保証券市場の商品構成と参加者

歴史の長いリース債権、貿易債権、消費者ローン債権のためのABSが、証券化市場の半分を占め、投資家層も地方投資家まで拡大している。また、商業用不動産も急増している。その他の商品は、98年、99年の銀行システムへの公的資金注入から派生した発行体(業界全体として)の資金繰りの変化によって、大きな増減が見られる。





### Ⅲ. 資産担保証券の制度上の問題点

#### (1) 倒産隔離

##### 1. オリジネーターの破綻事例

2001年、マイカル関連のABSが我が国初の公募ABSのデフォルトを起こした。今回のデフォルトはマイカル北海道がマイカルに差し入れた入居保証金の返還請求権などを投資家に対する元利金の支払いの裏付けにしていたABSである。マイカルが民事再生手続きに入ったのに伴い、入居保証金は無担保の再生債権扱いとなり回収が困難になった。

##### 2. 問題の原因

本来ABSは、元の発行体(マイカル)の信用力つまり破綻から隔離され、発行体に問題があっても、担保は十分あり、さらに第三者の保証会社がついているはずである。かりに担保に不安が出て、追加担保の提供などで信用が補完されたり、早期償還したりして他の債権を「犠牲」にしても安全が維持されるはずである。

では、なぜ今回のケースが生じたのか。

これは、証券化スキームにおける関係当事者の相互関係の問題である。このケースでは保証会社をマイカルに設定していたために結局何の保証も得られなかったのである。実際、同じ債権を担保にしたABSで損保会社が第三者保証したものは、保険金が支払われデフォルトしていない。

オリジネーター、アレンジャー、SPCの事務代行者、バックアップ・サービサー、社債管理会社といった主要な関係当事者が同一の銀行・企業グループに属しているスキームの例は、従来、我が国の他社オリジネーターのABS等でも、少なからずみられる。こうした同一グループによる証券化スキームには、①当初のストラクチャリングを円滑に行いやすい、②オリジネーターの破綻などの有事の際に関係当事者が結束して対応できる、といったメリットがある。その反面で、①特に有事の際、特定当事者が利益相反に類する立場に立たされる可能性がある、②関係当事者の経営危機等のリスクがグループ内の他の当事者に波及しかねないという意味で、一種のシステミック・リスクが潜在する、といったデメリットも無視できないと考えられる。

ABSオリジネーターの破綻に関連した法的・実務上の課題として前述した問題点は、98年に（株）日本リースが、日本企業であるABSオリジネーターの破綻事例として実質的に初のケース（このときは全ABSが和解によりデフォルト回避された）となった際にも検討されたことである。今後の流動化・証券化において、倒産隔離の実現を目指すためには、あらためてこうした問題点を克服していかなければならない。

### 3. スキーム組成上の改善 —— 倒産隔離の実現と倒産法制

前述の課題のうち、実務上の問題点に関しては、（株）日本リースの事例以来、投資家や格付機関、外部信用補完機関等の要請を受けて、新たな証券化スキームの組成にあたり、いくつかの工夫が行われるようになってきている。

特定債権法上のABSについて、直近の事例をみると、①当初から、オリジネーター・アレンジャーとは別グループで、自ら実働できるバックアップ・サービサーを選任しておく、②正・副2社の社債管理会社を設定する、などのスキーム上の改善が試みられている。また、このほかにも、③譲渡債権の回収パフォーマンスに関する投資家向けの継続開示につき、従来の半期ベースから月次ベースでの開示に変更する、といった動きもみられるようになってきている。

にもかかわらず、マイカルの事例が起こったことを鑑みれば、倒産隔離の観点からの基準を法規則によってより明確にしていく必要があると思われる。

## (2) 投資家保護

### 1. 情報開示

証券市場は、発行体の適正な情報開示と投資家の自己責任の上に成り立つのが原則であり、この原則は、アセットファイナンスである資産担保証券においても同様である。

まず、証券発行時の情報開示方法について、証券取引法の規制下に置かれている資産担保証券では、同法の定める株式・社債等のコーポレートファイナンスと同様の情報開示制度が適用され、特に公募については、有価証券届出書や目論見書等によりSPCまたは信託

の財務内容開示が行われる。一方で、証券取引法規制外の信託受益権の発行にあたっては、関係法令（特債法・信託法等）に基づき、信託銀行等に対して、投資家への書面交付・説明義務等が課されているに止まっている状況である。

また、証券発行後における継続的な情報開示方法については、証券取引法上の資産担保証券を含む有価証券では、一般に有価証券報告書がその役割を担っているが、通常年1回しか更新されず、タイムリーな情報開示が行われているとは言い難い状況にある。加えて、アセットファイナンスである資産担保証券では、裏付けとなる担保資産のパフォーマンス（デフォルト率・支払遅延率等）の変化が重要であるにもかかわらず、こうした情報は通常の報道の対象として取り上げられることはほとんどなく、コーポレートファイナンスに比べて情報開示の実効性が小さいものとなっていることは否めない。

そこで、このような制度上の限界を補完する形で、オリジネーターが自主的に開示するサービシングレポートがある。これは裏付けとなる担保資産のパフォーマンス情報を簡便にまとめたものであり、資産担保証券発行後の継続的な情報開示についてはこのサービシングレポートが非常に重要な機能を担っている。また現在、日本の資産担保証券市場では、そもそも証券取引法の情報開示規制対象外である私募発行やユーロ発行の占率が高い状況にあり、サービシングレポートによる自主的な情報開示は、その意味でも市場の健全性を保つ上で重要となっている。ただ、オリジネーターの情報開示に対する姿勢については、私募形態での資産担保証券発行が多いことを反映してか、消極的な開示姿勢をとるオリジネーターも散見される。また、サービシングレポートの報告先については、情報ベンダーによる開示が行われないケースでは、対象証券を購入した投資家に限定されており、非幹事証券会社及び、セカンダリーで対象証券を新たに購入しようとする投資家がプライシングに必要な担保資産の情報にアクセス出来ない状況にある。このような情報開示状況はセカンダリー市場の発展を阻害する要因として問題視されてしかるべきであろう。

これらの情報開示をめぐる課題解決に向けては、ひとえに情報開示を行う意義・効用等に対するオリジネーターの意識向上が必要である。現在の超低金利下では、運用先に苦慮した投資家の存在が、情報開示の内容でオリジネーターの資金調達コストに差がつく状況を生じさせていないが、ひとたび金利上昇局面となれば、情報開示の質・量が流動性の格差となって顕在化し、その資金調達コストに明確に反映されていくものと思われる。オリジネーターとしても情報開示の軽視はリスクとなりうるとの認識が必要となろう。

## 時価評価の問題

会計制度の変更により保有債券の時価評価の重要性が高まったものの、店頭基準気配は必ずしも実勢の価格を表していないとの不信感、パススルー型等多様な償還形態を持つ

資産担保証券や変動利付債等の投資対象の拡大に対応できていないとの不満が投資家の間で広がっている。

98年の改正では精度向上の観点から基準気配の選定要件が厳格化され、従来報告業者が1社で足りていたものが、3社以上の報告を必要とすることになった。資産担保証券は銘柄毎の個別性が強いにもかかわらず、マーケットに情報が不足しているため、主幹事以外の報告業者によるプライシングが困難であり、3社の報告が得られず時価が公表されないものが多数あると推測される。基準気配のカバレッジ拡大の観点からも、ディール情報、担保資産のパフォーマンス情報の公開とアクセスインフラ整備を早急に実現する必要がある。

また、現在発行が急増している信託受益権については、債券と同様の金融商品でありながら、基準気配のような客観的な時価の公表が行われていない。それどころか、アレンジャーによっては参考時価の算出にさえ応じられないケースがある。従来のように信託受益権が持ち切り前提の短期の金融商品として、事業法人等の余資運用ニーズを満たすものであればそれほど問題になることはなかった。しかし、昨年から住宅ローンやリース債権等中長期の信託受益権が発行され、投資家層も機関投資家に広がる中では看過できない問題となっている。

## IV、我が国の資産担保証券市場の今後の展望

### (1) 我が国の証券化市場を突き動かす要因

(オリジネーター側)

企業は証券化のメリットを得るために、証券化を目指している。新しい資金調達的手段、バランスシートのより効果的な管理、流動性の厚みを増す、企業自体より高い信用格付けの証券化商品をする事で普通社債を発行するより資金調達コストを引き下げる、とは前述の通りである。そして証券化を促すもう1つの要因は連結決算を義務づける我が国の会計基準の変更である。2000年度から連結決算の導入が全上場企業に義務づけられ、特に銀行に対しては1年前倒しで1999年9月期からの連結決算の導入が義務づけられた。

子会社の資産が親会社のバランスシートに連結されるようになると、企業としてはバランスシート上の資産を少なくすれば資産利益率（ROA）を高めることができる。

我が国の証券化市場が長期的に大きく発展していく可能性を秘めていることは、経済規模の大きさ、証券化可能な資産プールの同質性などからほぼ確実といえる。ローンが国によって異なるばかりでなく、国内でも異なっているように見える欧州と違って、我が国のローン商品は多かれ少なかれ均質的なものである。証券化可能資産が同質的だということは、パッケージ化できる類似の資産クラスが十分に存在する、すなわちこれらの資産を企業のバランスシートから証券化商品へと簡単に移すことができるということになる。

(投資家側)

日本の円建て証券化商品への国内投資家の需要が旺盛なのは、現在の低金利を背景に国債や普通社債などの国内無担保債より利回りがよいからである。1999年4月から資金運用部による郵貯資金の運用対象に証券化商品を加えるという日本政府の決定を受けて、こうした資産プールから造成される証券には大量の新規の投資資金が流入する見込みである。日銀の政策委員会が将来的には日々のオペレーションの適格担保として証券化商品を受け入れる見通しでもある。

## (2) 金融機関と公共セクターの動向

不良債権という大きな問題が政治・金融界に波及していることから、銀行にバランスシートの健全化を求める政府の圧力とBIS規制の影響が、今後も資産担保市場を牽引する主要因になると考えられており、バランスシートの管理手段としての銀行のCLO案件、デフォルトスワップによるリスク管理が増加すると見られる。また、公的金融改革においても証券化の果たす役割は大きい。

### 金融機関の証券化

92年度以降2000年9月までの不良債権処理の累計額で約68兆円に上るものの、不良債権は増える一方である。その理由として、まず不動産価格の下落によって担保価値の目減りが生じて追加の引当が必要になることがある。この場合は貸倒引当金による不良債権処理額は増加するが、不良債権額自体は変化しない。また景気の低迷でそれまで懸念される先でなかった企業の貸出が新たに不良債権化するので、直接償却で既存の不良債権を減らしても一向に不良資産合計が減らないのである。現在、銀行全体で推定36.8兆円(2001年9月)の不良債権残高を抱え、さらに国際決済銀行(BIS)の新ルールや東京株式市場における株価下落が追い討ちをかけている。BIS規制案は、低格付企業向け貸出への高いリスクアセットを要求し、また不動産担保によるリスク削減効果を認めていないため、早急に不良資産のオフバランスが必要である。同時に、収益力や株主資本利益率の改善のために、銀行セクターはバランスシート管理手段として将来も証券化を利用するはずである。商品としては、債権ローンのCMBSを発行すると予想される。金融機関が引き続き不良債権化したローンの処理を進めるにつれて、問題債権やリストラ・ローンの一部が、債務者の信用度に依存するCLOとして証券化市場に流れる可能性もある。

また、証券化の際、銀行は不良債権を資産買い取りファンド/サービサー(通常は外国投資会社の関連会社)に売却することも、自身で証券化商品を組成することもできるので、新たな収益獲得の場としても有望であると考えられる。

## 公的機関の証券化

現在、公的金融改革の必要性が指摘されている。そもそも経済・金融活動において政府部門ないし公的部門が肥大化することは、費用に見合う効果を生まない「非効率性」の累積化を意味する。わが国では欧米諸国ではとうに放棄したケインジアン的な景気刺激策をバブル崩壊後も一貫して維持してきた。財政投融资のチャンネルをもフルに使った、採算すなわち効率性を度外視した巨額の経済対策に大きく依存した結果、非効率性を累積してしまった。

必ず返済することを前提にしている融資に関し、民間金融機関以上に不良債権化が進行しているとの見方も根強い。これ以上非効率性を累積させないためにも、“公的間接金融”への市場原理導入が急がれるわけである。その手段が証券化であり、今後公共セクターによる新しい資金調達源としての証券化の採用が増加する見通しである。

実際、東京都によってローンチされたCLO や住宅金融公庫によって発行されたRMBS の例に見られるように、公共セクターが資金調達の代替手段として証券化による資金調達費用の資産化に熱心であることを示している。最近財務省は、国有不動産物件を競売したが、落札者が特別目的会社法の条項を活用して、該当不動産を証券化することを契約条件としたことは注目に値する。政府系金融機関の貸出債権を担保とした証券化では、ほかにも中小企業金融公庫などが保有する、中小企業向け貸出債権を担保としたMBSやABSが考えられるし、道路公団に代表されるインフラ事業財投機関でも、キャッシュフローが確かな個別事業資産のファンド型の証券化が有効となるだろう。

また民営化に関しては、これは証券化と補完的な関係にある。まず証券化を実現する過程で、対象事業資産に関して企業会計基準によるディスクロージャーが進み、民営化と同じ効果を持つファンド上場によって市場価格が形成される。これによって特殊法人の透明性は格段に増し、民営化に向けた環境作りにもなる。

証券化商品の実現で、わが国の巨大な“公的間接金融”の効率化、直接金融化も大いに進展する。また同時に、巨額の資金、多様な商品が証券化市場に流れ込むことで、わが国のこれまで極端に国債に偏った証券市場の多様化、拡大をもたらすと考えられる。

## V、おわりに

日本の資産担保证券市場の現状と課題を考えると、我が国の資産担保证券市場が新たな発展の時を迎えていることがわかる。作り上げた「ハコ」の、今度は「中身」を充実させる段階、つまり、これまでの市場の立ち上げは資産担保证券の先進国である米国の後追いのインフラ整備でよかったが、市場の成熟に伴って、我が国特有の企業風土や金融の慣習、他の法規制からのさまざまな影響が認識されてくる中で、生じた弊害を取り除きつつ更なる発展を促していかなければならない段階に入ったといえる。

市場規模こそ米国、欧州に次ぐ規模を誇るまでになっているが、さらなるインフラ整備、とりわけ投資家保護の問題の解決なくしては、米国のように流動性の伴った効率的な市場

を実現することは不可能であろう。それどころか、これまで順調であった規模面での成長さえも今後危ぶまれることになりかねない。流動性のある市場の実現は、ファイナンスの効率化を促進し、市場の自律的な成長の原動力となるものである。米国では、オリジネーターやサービサー、ABSのディール分析情報の提供に特化したベンダー、需給両面のABSアナリスト等、各マーケット関係者がそれぞれ高度な専門性を追求することで効率化が進展しており、今後このような動きが日本でも加速するものと思われる。また、資産担保証券の位置付けも、単なる資金調達の一形態としてではなく、企業が保有する資産ポートフォリオを再構成しリスク管理を行うための重要なツールとしての位置付けがなされている。資産担保証券市場はさらなる大きな発展の可能性を秘めた市場ではあるが、実際にどう発展させていくかは市場参加者の意識と行動にかかっているのである。

#### 参考文献

- ・岡内幸策〔1999〕「証券化入門」 日本経済新聞社
- ・深浦厚之〔1997〕「債権流動化の経済学」 日本評論社
- ・日本銀行〔1999〕「資産担保債券市場の現状」日本銀行調査月報
- ・大蔵省財政金融研究所〔1999〕「我が国における資産流動化と法制整備の現局面」  
『フィナンシャル・レビュー』第51号
- ・富士通総合研究所「証券化を活用した公的金融改革」 研究レポートNo.112
- ・住友生命総合研究所〔2001〕「公的金融債権の証券化で金融再生を」 2002年経済見通し
- ・社団法人生命保険協会〔2001〕「社債市場の現状と課題について」
- ・FITCH〔2000〕「ストラクチャードファイナンス 1999年の回顧と2000年の展望」
- ・FITCH〔2001〕「ストラクチャードファイナンス 2000年の回顧と2001年の展望」
- ・ニッセイ基礎研究所〔2001〕「不動産証券化が加速させる投資的取引」基礎研 REPORT
- ・三和総合研究所〔2001〕「不良債権問題の現状」
- ・郵政研究所〔1997〕「金融機関の不良債権問題に関する一考察」郵政研究所月報
- ・高橋洋一〔2001〕「不良債権問題が意味するもの」 経済産業研究所.
- ・Ian Giddy 「Introduction to Financing with Asset-Backed Securities」 New York Univ .
- ・Ian Giddy 「The Securitization Process 」 New York Univ.
- ・FITCH〔2001〕「Asset-Backed Commercial Paper: Trends & Advances, Vol. VI」